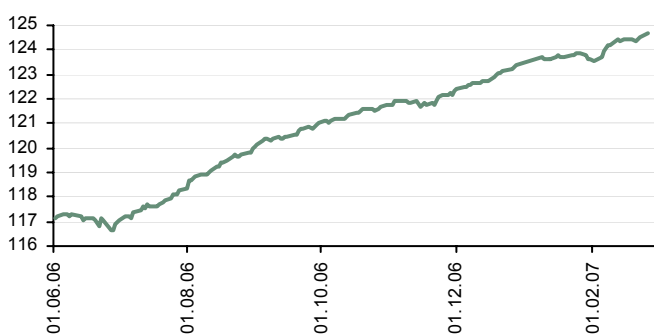


## Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

- Котировки большинства рублевых обязательств и еврооблигаций в феврале продемонстрировали позитивную динамику. Тем не менее, из-за снижения стоимости хеджирования валютная доходность большей части анализируемых нами выпусков возросла.
- Стоимость хеджирования уменьшилась в среднем на 10-77 б. п. Цена краткосрочных контрактов NDF сейчас учитывает укрепление рубля в течение этого года, тогда как котировки трех-пятилетних контрактов NDF указывают на более медленное ослабление курса российской валюты в дальнейшем.
- Ликвидные внутренние обязательства таких компаний как Газпром, ВТБ и РСХБ по-прежнему оценены справедливо относительно соответствующих еврооблигаций. Дисконт выпуска Газпром-5 на уровне 68 б. п. к валютным инструментам компании, скорее всего, сохранится ненадолго, поскольку связан с проведением нескольких сделок по завышенной цене.
- Мы закрываем рекомендацию ПОКУПКА по облигациям ХКФ Банк-4. Премия выпуска к рынку внешних долговых обязательств сократилась с 96 б. п. до 54 б. п. на фоне слабой динамики еврооблигаций банка.

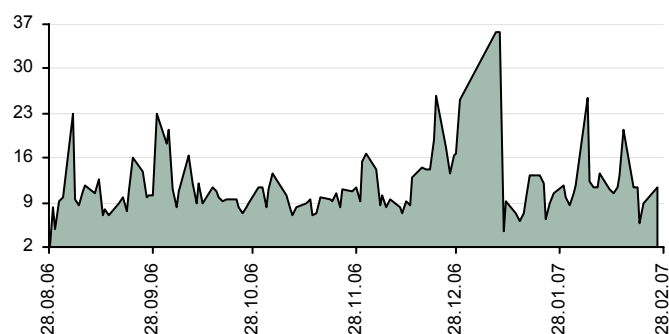
Ключевые показатели ликвидности	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	424.90	6.9%	24.5%	29.8%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	61.60	-48.1%	-77.3%	-38.8%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	-6.20	-142.8%	-105.5%	-147.3%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	5.00	-1.3	2.5	2.0
Официальный курс USD/RUB	26.16	-1.6%	-2.3%	-7.2%
Официальный курс EUR/RUB	34.52	0.6%	0.8%	2.8%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	5.06	-23.8%	69.6%	-22.4%

Рисунок 1. Индекс РК по корпоративным и муниципальным рублевым облигациям



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Объем торгов (с учетом сделок в РПС) рублевыми долговыми инструментами на ММВБ, млрд руб.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 26 февраля 2007 г.

Облигации	Погашение/ Оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Рублевая доходность	Долларовая доходность	Стоимость хеджирова- ния, б. п.	Валютная доходность*	Премия к евро- облигациям, б. п.	Транзакци- онные издержки, б. п.	Валютная доходность на практике**
ВТБ-4	22.03.07	0.07	99.98	6.83%	7.65%	-82	7.03%	н/д	12	7.25%
ВТБ-5	26.04.07	0.16	100.00	6.33%	7.14%	-81	6.86%	н/д	17	7.10%
ВТБ-6	18.07.07	0.39	100.38	5.63%	6.13%	-50	5.97%	н/д	7	6.02%
ВТБ 09	13.04.09	1.97	101.40	6.38%	5.79%	59	5.71%	-1	3	4.88%
Газпром-5	09.10.07	0.60	101.89	4.48%	4.82%	-34	4.77%	-68	4	4.78%
Газпром-6	06.08.09	2.28	100.85	6.67%	5.94%	73	5.85%	3	3	5.35%
Газпром-7	29.10.09	2.39	100.23	6.80%	5.99%	81	5.90%	8	3	5.56%
Газпром-4	10.02.10	2.69	104.17	6.75%	5.87%	89	5.79%	-4	3	5.62%
Газпром-8	27.10.11	3.98	100.06	7.10%	5.69%	142	5.61%	-26	4	5.27%
Импексбанк-2	25.04.07	0.15	100.15	6.48%	7.30%	-82	7.11%	111	17	7.17%
Импексбанк-3	16.05.07	0.21	100.34	7.64%	8.39%	-75	8.06%	206	14	8.14%
МегаФон-2	11.04.07	0.12	100.50	5.04%	5.87%	-83	5.80%	н/д	15	6.03%
МегаФон-3	15.04.08	1.07	102.51	7.02%	7.00%	1	6.90%	н/д	5	6.53%
РСХБ-1	04.06.08	1.21	100.25	7.18%	7.05%	13	6.94%	н/д	5	6.72%
РСХБ-2	16.02.11	3.46	102.01	7.46%	6.32%	115	6.22%	28	7	5.97%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.05	99.88	10.45%	11.02%	-57	9.75%	321	19	10.56%
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.48	100.30	7.90%	8.34%	-44	8.10%	106	6	8.11%
Русский Стандарт-4	03.03.08	0.96	100.15	8.25%	8.35%	-10	8.17%	79	5	7.65%
Северсталь	28.06.07	0.33	100.55	6.47%	7.03%	-56	6.89%	н/д	8	6.97%
ТМК-2	27.03.07	0.08	100.25	6.85%	7.76%	-90	7.30%	н/д	10	7.97%
ТМК-3	19.02.08	0.96	100.55	7.49%	7.62%	-13	7.48%	н/д	5	7.47%
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.21	100.20	7.59%	8.33%	-74	8.01%	н/д	13	8.25%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.07	100.07	7.39%	8.22%	-82	7.67%	н/д	12	7.89%
ХКФ Банк-4	15.10.08	1.51	100.71	9.81%	9.47%	35	9.25%	54	5	8.87%

\* Валютная доходность получена на базе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

\*\* «Валютная доходность на практике» получена при хеджировании сразу всех рублевых выплат по облигации одним контрактом NDF с датой исполнения сразу после погашения/оферты выпуска, тогда как при расчете просто «валютной доходности» каждый платеж хеджировался отдельным контрактом NDF.

н/д – из-за существенного различия в дюрации между рублевыми облигациями и еврооблигациями премия к рынку внешних долговых обязательств не рассчитывается (см. описание методологии в отчете от четвертого августа 2005 г.).

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## На долговых рынках преобладал рост цен

Цены как внутренних обязательств, так и еврооблигаций в феврале демонстрировали позитивную динамику. Отдельные продажи рублевых облигаций были отмечены лишь во второй половине месяца. Тем не менее, котировки большинства выпусков по состоянию на конец февраля повысились.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций с 30 января по 26 февраля 2007 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
ВТБ 08	11.12.08	1.70	101.93	0.07	5.71%	-9
ВТБ 11	12.10.11	3.92	106.66	0.36	5.83%	-11
Газпром 07	25.04.07	0.16	100.53	-0.27	5.37%	-10
Газпром 13-2	22.07.13	2.74	96.46	0.33	5.83%	-9
Газпром 13-1	01.03.13	4.82	118.63	0.96	5.90%	-21
Импексбанк 07	29.06.07	0.34	100.93	-0.33	6.00%	23
МегаФон 09	10.12.09	2.52	104.10	0.59	6.36%	-27
РСХБ 10	29.11.10	3.33	103.13	0.35	5.93%	-12
РСХБ 13	16.05.13	5.07	105.14	0.18	6.16%	-4
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.13	100.22	-0.12	6.64%	-20
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	0.57	100.35	-0.04	7.15%	-1
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.10	100.69	0.03	7.46%	-7
Северсталь 09	24.02.09	1.88	103.99	0.53	6.44%	-35
Северсталь 14	19.04.14	5.31	109.21	1.50	7.55%	-27
ТМК 09	29.09.09	2.31	103.82	0.22	6.86%	-13
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	0.92	100.55	-0.66	8.48%	63
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.28	99.98	-0.81	8.63%	61

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Для многих выпусков динамика контрактов NDF сильнее повлияла на валютную доходность облигаций, чем рост котировок рублевых обязательств. На фоне ожиданий укрепления рубля в 2007 г. стоимость хеджирования снизилась, что в свою очередь привело к увеличению валютного дохода рублевых долговых обязательств.

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций с 30 января по 26 февраля 2007 г.

Облигации	Погашение/ Оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Изменение рублевой доходности, б. п.	Стоимость хеджирова- ния, б. п.	Изменение, б. п.	Валютная доходность*	Изменение, б. п.
ВТБ-4	22.03.07	0.07	99.98	0.00	15	-82	-77	7.03%	61
ВТБ-5	26.04.07	0.16	100.00	0.00	-1	-81	-73	6.86%	63
ВТБ-6	18.07.07	0.39	100.38	-0.05	-6	-50	-43	5.97%	34
ВТБ 09	13.04.09	1.97	101.40	0.00	-2	59	-21	5.71%	18
Газпром-5	09.10.07	0.60	101.89	0.76	-148	-34	-34	4.77%	-110
Газпром-6	06.08.09	2.28	100.85	0.48	-19	73	-17	5.85%	-4
Газпром-7	29.10.09	2.39	100.23	0.13	-5	81	-14	5.90%	9
Газпром-4	10.02.10	2.69	104.17	0.35	-17	89	-13	5.79%	-5
Газпром-8	27.10.11	3.98	100.06	0.23	-4	142	-5	5.61%	0
Импексбанк-2	25.04.07	0.15	100.15	0.03	-49	-82	-74	7.11%	23
Импексбанк-3	16.05.07	0.21	100.34	-0.17	15	-75	-67	8.06%	75
МегаФон-2	11.04.07	0.12	100.50	0.40	-377	-83	-75	5.80%	-284
МегаФон-3	15.04.08	1.07	102.51	0.01	-15	1	-26	6.90%	12
РСХБ-1	04.06.08	1.21	100.25	0.00	-1	13	-23	6.94%	21
РСХБ-2	16.02.11	3.46	102.01	0.41	-14	115	-9	6.22%	-5
Русский Стандарт-5	23.03.07	0.05	99.88	0.05	128	-57	-54	9.75%	106
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.48	100.30	0.35	-75	-44	-40	8.10%	-41
Русский Стандарт-4	03.03.08	0.96	100.15	0.44	-45	-10	-31	8.17%	-14
Северсталь	28.06.07	0.33	100.55	0.05	-33	-56	-48	6.89%	15
ТМК-2	27.03.07	0.08	100.25	-0.25	20	-90	-84	7.30%	86
ТМК-3	19.02.08	0.96	100.55	0.12	-14	-13	-31	7.48%	12
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.21	100.20	0.01	-31	-74	-66	8.01%	30
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.07	100.07	0.03	-77	-82	-77	7.67%	-19
ХКФ Банк-4	15.10.08	1.51	100.71	0.01	-3	35	-23	9.25%	19

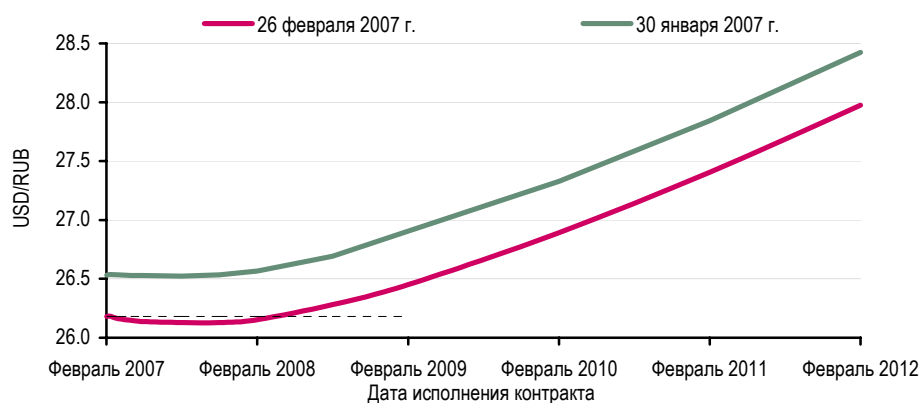
Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Стоимость хеджирования снизилась на 10-77 б. п.

В настоящее время кривая NDF отражает укрепление курса рубля в течение 2007 г., тогда как месяц назад короткий участок кривой имел плоскую форму. Кроме того, стоимость пятилетних контрактов NDF сейчас учитывает ослабление рубля всего на 6.4% против 6.7% по состоянию на 30 января. Эти изменения привели к снижению стоимости хеджирования, особенно для долговых обязательств с погашением в текущем году (для таких выпусков стоимость хеджирования уменьшилась на 30-85 б. п.).

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB

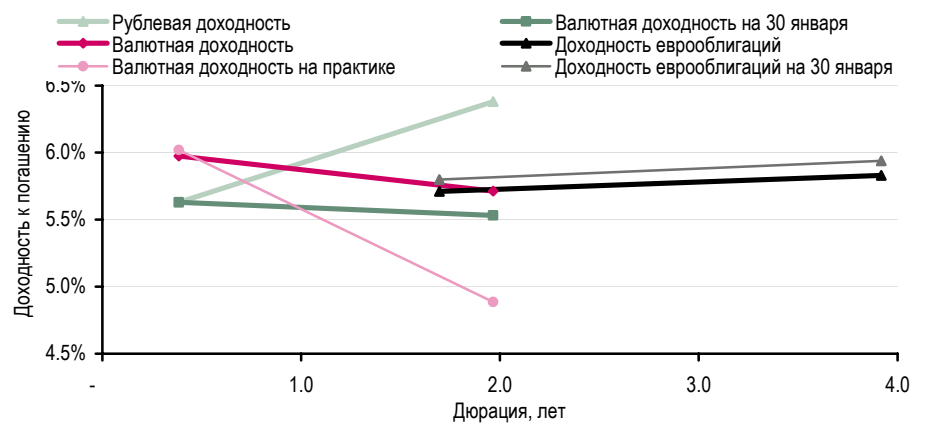


Источник: Bloomberg

## Межвалютный арбитраж для ликвидных рублевых облигаций отсутствует

Существенных изменений в относительной стоимости внутреннего и внешнего долговых рынков не произошло. В частности, рублевые облигации ВТБ и РСХБ по-прежнему справедливо оценены относительно еврооблигаций: валютная доходность рублевого выпуска ВТБ 09 равна доходности еврооблигаций ВТБ, тогда как премия выпуска РСХБ-2 к валютным инструментам этого эмитента составляет лишь 28 б. п., что не превышает спрэд между котировками спроса и предложения.

Рисунок 4. Валютная доходность облигаций ВТБ

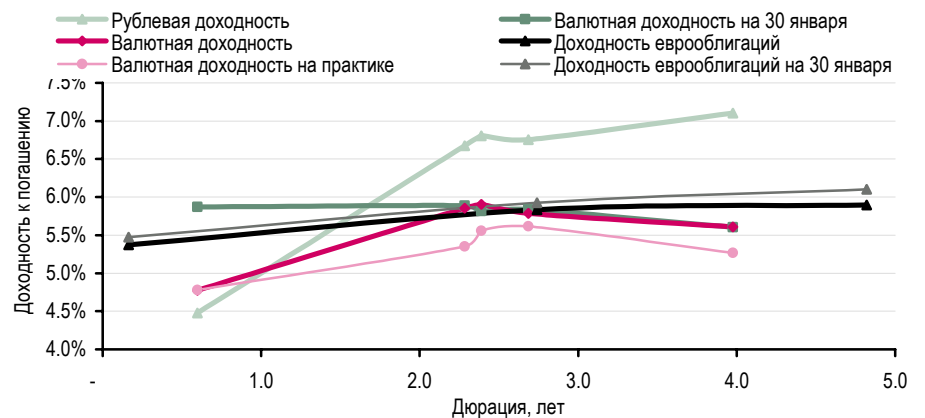


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Некоторые изменения произошли лишь на коротком участке кривой доходностей обязательств Газпрома. Краткосрочные еврооблигации Газпром 07 подешевели, в то время как котировки рублевого выпуска Газпром-5 в феврале выросли на 0.76 п. п. В результате короткий участок кривой доходности рублевых обязательств Газпрома (с точки зрения валютной доходности) опустился ниже кривой доходности его еврооблигаций: дисконт выпуска Газпром-5 к валютным обязательствам компании на сегодняшний день равен 68 б. п.

Такая неэффективность ценообразования наверняка не будет долговременной, поскольку связана с заключением нескольких сделок с облигациями Газпром-5 по завышенной цене. Оценка других внутренних обязательств компании относительно еврооблигаций практически не изменилась.

Рисунок 5. Доходность облигаций Газпрома

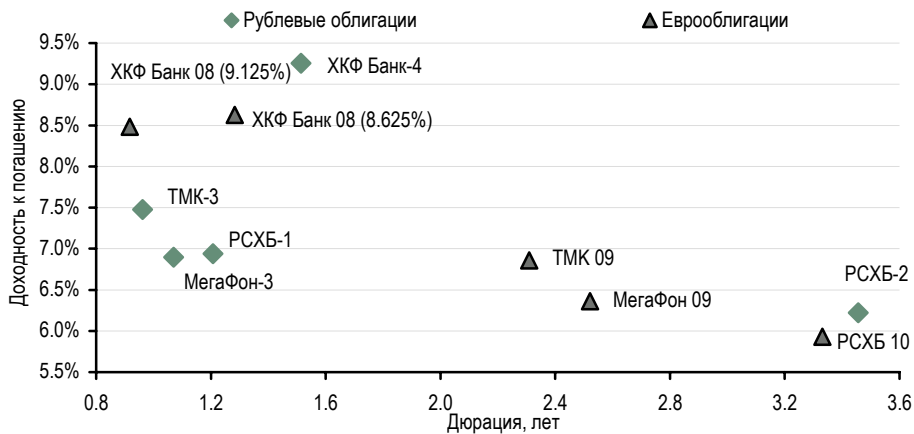


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Наши рекомендации

После впечатляющего роста в январе цена облигаций ХКФ Банк-4 стабилизировалась, и по итогам февраля их котировки практически не изменились. Тем не менее, премия этого выпуска к еврооблигациям банка сократилась с 96 б. п. до 54 б. п. в связи со слабой динамикой валютных обязательств. Можно считать, что такой размер премии находится в пределах спреда между котировками на покупку и продажу, поэтому мы закрываем рекомендацию ПОКУПКА по облигациям ХКФ Банк-4.

Рисунок 6. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

125009, Москва  
Вознесенский переулок, 22  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778

[www.rencap.com](http://www.rencap.com)

## Аналитическое управление

### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)

### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)

### Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
[Nzagvozdina@rencap.com](mailto:Nzagvozdina@rencap.com)

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
[Amoisseev@rencap.com](mailto:Amoisseev@rencap.com)

#### Аналитики

##### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл  
[Dnangle@rencap.com](mailto:Dnangle@rencap.com)  
Светлана Ковальская

##### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 6653

Марина Алексеенкова  
[Malexchenkova@rencap.com](mailto:Malexchenkova@rencap.com)

##### Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина  
[Nzagvozdina@rencap.com](mailto:Nzagvozdina@rencap.com)  
Алексей Языков  
Иван Николаев

##### Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)  
Тим Брэнтон

##### Отдел анализа долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев  
[Amoisseev@rencap.com](mailto:Amoisseev@rencap.com)  
Павел Мамай  
Николай Подгузов  
Дмитрий Поляков  
Петр Гришин  
Наргиз Садыхова  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева

##### Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс  
[Redwards@rencap.com](mailto:Redwards@rencap.com)  
Юрий Власов

##### Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес  
[Alandes@rencap.com](mailto:Alandes@rencap.com)  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)  
Елена Савчик  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

##### Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин  
[Vpantuyushin@rencap.com](mailto:Vpantuyushin@rencap.com)  
Олеся Черданцева

##### Организация корпоративных мероприятий + 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас  
[Rwallace@rencap.com](mailto:Rwallace@rencap.com)  
Ирина Черная  
Жанна Старостина  
Валерия Кутеева

##### Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги  
[Akazbegi@rencap.com](mailto:Akazbegi@rencap.com)  
Анна Куприянова

##### Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева  
[Kmalofeeva@rencap.com](mailto:Kmalofeeva@rencap.com)  
Фаиг Байрамов  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голеусова  
Владислав Носик

##### Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова  
[Jropova@rencap.com](mailto:Jropova@rencap.com)

##### Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов + 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян  
[Ooganisian@rencap.com](mailto:Ooganisian@rencap.com)  
Александр Фомичев  
Евгений Кудрин

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман  
[Awaldman@rencap.com](mailto:Awaldman@rencap.com)  
Патриция Сомервилл  
Джулия Белл

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова  
[Emalakhova@rencap.com](mailto:Emalakhova@rencap.com)  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:  
брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000  
дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000  
депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100